

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观

经济增速或已回到潜在水平

报告原因：事件点评

——2020年11月经济数据点评

2020年12月15日

宏观研究/点评报告

## 事件

- 12月15日，统计局发布2020年11月份经济数据。

## 点评

**工业增加值当月同比上升。**11月工业增加值当月同比7.0%，前值6.9%。11月工业增加值表现比较好的大类行业为高技术产业。从具体的行业分类看，单月同比增幅超过2%的行业有医药制造，专用设备制造，运输设备制造和计算机、通信和其他电子设备制造。前几个月表现比较好的化纤，橡胶等行业从高位回落。11月海外疫情再度爆发，对疫情主题，如医疗，宅经济等商品需求回暖。而对复工主题的商品需求有所回落，这可能是造成11月不同行业增加值同比变化的原因。

**投资同比走高，三大投资同比单月出现分化。**固定资产投资累计同比升至2.6%。（用累计同比计算的当月投资同比达到33.85%，但该数值明显高于各主要投资分项当月同比，这可能来自统计样本调整，参考意义不大）三大投资中，房地产和基建投资当月同比下降，制造业投资当月同比走高。

**房地产投资单月下降。**房地产投资（隐含）当月同比10.93%，前值12.73%，累计同比上升至6.8%。房地产销售同比也有所下降，（隐含）当月同比18.6%，前值23.9%。从单月建设情况看，施工面积当月同比重新走高，竣工面积当月同比虽然走弱，但主要受到高基数拖累，实际竣工面积不弱。施工和竣工的强势或说明目前地产企业在抓紧赶工。随着竣工近两个月开始走强，且最近两年新开工整体偏弱，房地产在建面积将逐渐收缩。我们认为最晚明年下半年，房地产建设投资将开始走弱。不过，明年土地购置费或有提高，与房地产建设投资相对冲，房地产投资下行斜率或并不剧烈。从政策面看，虽然12月政治局会议中没有提“房住不炒”，但大概率会在中央经济工作会议中体现。类似情况可参考前年和去年，前年和去年的12月政治局会议也没有“房住不炒”的内容，但均出现在随后的中央经济工作会议的公报中。并且，韩正副总理在月初住建部座谈会上也提到“牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，所以我们认为明年“房住不炒”依然是房地产政策总基调。另一方面，政治局会议和住建部座谈会上也都提到“房地产市场平稳健康发展”，明年房地产政策或在“房住不炒”的基

## 山证宏观固收团队

## 分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

李淑芳

执业登记编码：S0760518100001

邮箱：lishufang@sxzq.com

## 研究助理：

邵彦棋

邮箱：shaoyanqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座  
28层

北京市西城区平安里西大街28号  
中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

调下，针对不同需求、不同地域在具体操作上有所分化。

➤ **基建投资同比下降。**基建投资（隐含）当月同比降至 5.87%，前值 7.29%，累计同比上升至 3.32%，前值 3.01%。从基建的三大行业来看，水利、环境和公共设施管理业投资同比增幅较大。夏季洪涝灾害后，基建建设重点或转向水利设施。一个支撑证据是，9-10 月份，公共财政对农林水支出力度也明显加大。其他两项行业同比均有不同程度下降，但电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比目前依然为基建同比的主要带动项。

➤ **制造业投资同比大幅提升。**制造业投资（隐含）当月同比 12.46%，前值 3.70%，累计同比-3.5%，前值-5.3%。制造业投资同比 11 月大幅走高，水平甚至远超疫情前，接近 2018 年底制造业投资同比高峰。最近几个月，我们能够从细分行业数据看到，与出口相关的纺织、医药、化学制品、电气、通讯器材制造，与施工相关的设备制造、冶金等行业投资同比明显走强。出口和施工是本轮制造业投资快速回升的背后关键，这与历史规律相一致。我们认为制造业投资仍将在一段时期内保持高景气度。第一，目前出口、施工数据仍在高位，短期仍会对制造业投资产生拉动。第二，利润和产能利用率是制造业投资走强的必要条件，而目前利润和产能利用率都处在相对高位。第三，明年制造业或迎来新一轮设备购置周期。一般来说，设备工器具投资周期大约为 3-4 年，上一轮设备购置周期大约在 2017 年二季度开启。11 月设备工器具购置同比大幅走高，按照设备购置周期的规律来看，这或许成为新一轮设备购置周期开启的信号。

➤ **社零同比继续恢复，餐饮收入重新转负。**11 月社零当月同比 5.0%，前值 4.3%。从分项来看，汽车零售同比虽然小幅下降，但水平维持高位，仍是社零的主要拉动项。其他商品消费中，通讯器材类、化妆品类和金银珠宝类上升幅度较大，这些可选类商品走强或因“双十一”。后地产周期类商品，家电和建筑装潢材料零售同比稳步升高。餐饮收入同比重新转负，上升势头暂时停止。由点及面看，服务业的恢复在防控常态化下仍面临很多挑战，真正回到疫情前恐怕要等到疫苗上市并大规模投入使用后。

➤ **如果出口和制造业维持目前高景气度半年左右，经济或将进入繁荣阶段。**从 11 月发布的数据看，目前生产端的工业，需求端的房地产投资、基建投资、制造业投资和出口增速均已超过疫情前。消费主要受到非限额以下消费和服务消费的拖累，目前增速还没有恢复到疫情前水平。总体来看，如果出口和制造业维持目前高景气度半年左右，经济周期很大概率转入繁荣阶段。明年经济增速的下限关注地产、基建的下行幅度，上限则关注消费需求的回暖程度。在目前的时点，后续经济的看点也相应发生了变化，一是经济能不能在目前高位继续走



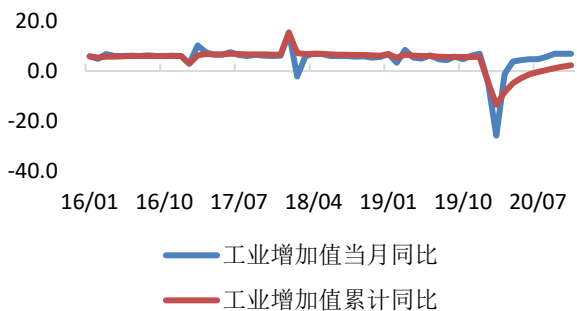
升；二是目前经济的高景气度能够维持多久；三是经济内部，不同行业间的景气度会发生怎样变化。

➤ **后续出口、消费、制造业投资或在明年继续维持高景气，关注需求侧改革的相关措施。**我们维持上个月的判断，明年能维持高景气主要有出口、消费和制造业投资，房地产和基建投资增速大概率在明年转为下降。出口方面，明年海外复工推进或继续带动相关商品出口增速保持稳健。消费方面，目前消费仍有向上空间，可选消费品总体呈现上升势头，并且疫苗上市后也会对消费有所提振。制造业维持高景气的原因上文已述。另外，政治局会议中首提“需求侧改革”，大概率会在随后的经济工作会议中进行更详细的说明。我们认为，需求侧改革从需求结构上或更偏重消费、制造业投资和基建中的新基建领域，上述领域在明年或受到具体政策的提振。

➤ **风险提示**

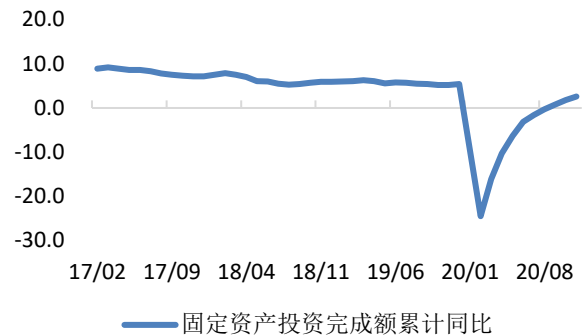
- 1、疫苗产能有限，海外疫情无法控制；
- 2、信用收缩导致经济增速迅速恶化；
- 3、房地产和基建投资增速快速下降。

图 1：工业增加值同比走势



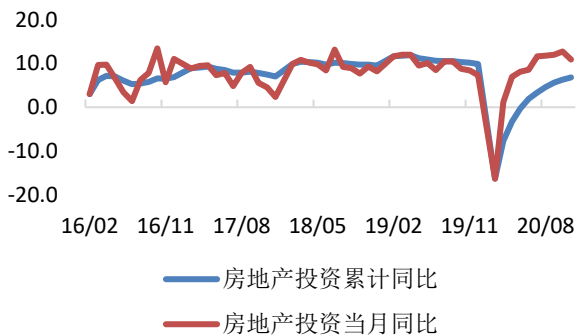
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：固定资产投资完成额累计同比走势



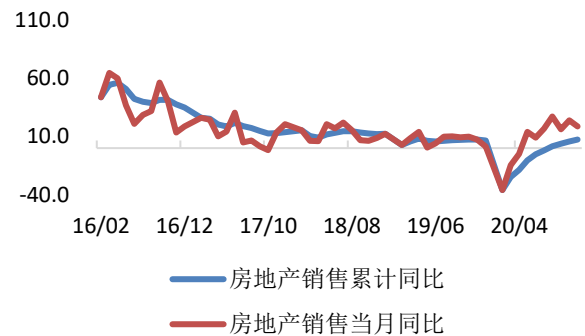
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：房地产投资同比走势



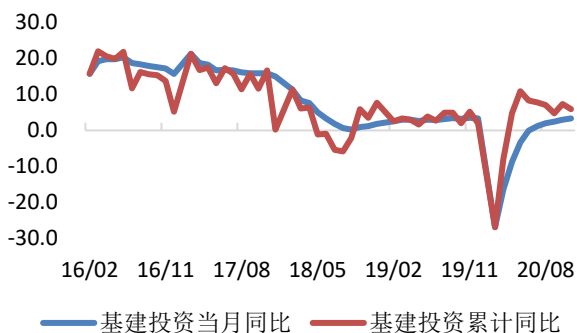
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：房地产销售同比走势



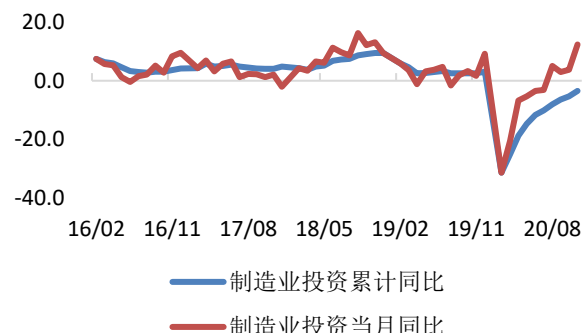
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：基建投资同比走势



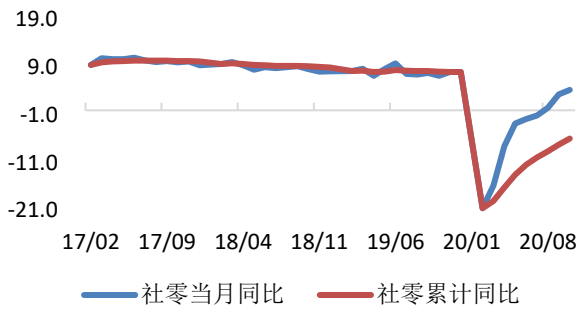
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：制造业投资完成额同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 7：社零同比走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_827](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_827)

